



由于美国次债危机的影响而发生在英国诺森罗克银行的挤兑。

次级债：一次危机的触痕

Randall Dodd

在去年的夏天，美国严重违约的次级抵押贷款的适度增长使得美国问题贷款又增加了340亿美元，从而竟使得高达57万亿市值的美国金融系统陷入困境，以至于随后发生了全球的金融骚乱。何以至于如此？如果说是因为放松管制而不是欺诈的话，在很大程度上，次级抵押贷款中的承保能够对这种情况做出解释：在2006年的第二季度到2007年的第二季度之间，严重违法贷款的比例从6%上升到9%。但是，这种情况对金融市场和经济的影响，已远远超出任何预期的取消抵押品赎回权所造成的损失了。

这种状况之所以发生，答案就在于美国住房抵押贷款市场结构的演变。在过去的70年里，市场结构发生了根本性的变化，从一个当地储蓄机构发放贷款

为主的市場转变为以华尔街主要银行和证券公司为中心的市场，这些银行和公司借助信用衍生产品和经抵押的债务的方式，采用最新的金融工程学来重新包装抵押贷款使其证券化。今天的抵押贷款市场运行的关键取决于通过复杂的金融工具将债务划分成不同的风险环节，并把这些环节分别出售，其中风险最高的环节被卖给那些追求高收益并有时采用高杠杆比例运作的买家，比如说对冲基金。

了解美国抵押贷款市场是如何变化的，并摸清市场的衰弱之处，揭示市场结构的缺陷并找出其破坏性穿越国界扩散到其他发达和新兴经济体的原因，需要一个架构，以便对美国抵押市场作一巡视。

抵押市场的动荡与美国金融市场结构一旦崩溃可能带来的坏账一样多。

市场是如何演变的

在1938年以前，美国抵押贷款市场主要是由受到管制的储蓄机构所构成，比如银行和储蓄与贷款协会，它们利用其存款来为住房贷款融资。这些贷款的贷方是贷款的首次发行者，因为他们要保持其投资组合、持有债务风险、利率波动的市场风险和来自于用短期负债（存款）为长期资产融资的流动性风险。

“经过一段时间，Fannie Mae和Freddie Mac的经营模式逐渐趋同，并且它们一起为美国抵押债券提供大量的融资。”

为了提供更多的流动性和让新的资本进入这些市场，1938年，作为罗斯福总统新政策的一部分，政府成立了美国联邦国民抵押贷款协会（这就是大家所熟悉的Fannie Mae）。这是一个政府拥有的企业，其目标是创造一个抵押贷款二级市场。Fannie Mae从这些贷款的首次发放者的手中购买这些抵押凭证，并将现金收益返回给这些机构。通过直接购买这些抵押凭证并作为一个投资组合持有它们，Fannie Mae随之拥有了相应的债务风险、市场风险和流动性风险。但是Fannie Mae和那些储蓄机构相比处于较有利的地位去处理市场和流动性风险，这是因为其借款期限较长。Fannie Mae也能够更好地管理债务（或偿还款项）的风险，原因是它持有分散在全国范围内的抵押凭证组合，即使是最大的银行当时也发现很难做到这一点，这是由于对州际银行的管制限制。Fannie Mae可以只购买符合一定承保标准的抵押凭证。这些放贷标准今天一般被定义为“符合标准”的贷款，和“优质”抵押凭证是一个意思。

Fannie Mae被证明是非常成功的，而且截至20世纪60年代，Fannie Mae借来为其购买抵押凭证提供资金的款项，已构成了美国政府自有债务的很大一部分。在1968年，约翰逊当局对政府资助的抵押贷款市场进行了重新整合，将Fannie Mae的活动从联邦政府的业务预算里面剥离出来。在这次整合中，成立了美国政府国民抵押贷款协会（Ginnie Mae），该协会通过退伍军人和其他联邦住房等计划，来管理政府担保的抵押贷款。该协会还将其他的活动私有化，这些活动也要由联邦特许。私人持有的企业——官方称为Fannie Mae——还保留了部分为低收入家庭住房提供公共贷款的责任。在1970年，Ginnie Mae开发了抵押支持债券，它将市场风险转移到投资者一方，还能够消除联邦预算中相

当部分的债务，这些债务是过去为政府住房计划融资而产生的。单纯的抵押支持债券的运作方式是通过将类似的债券放入到一篮子里，并且将这些证券售出，购买证券的人拥有从这个篮子里取得按揭证券报酬的权利。这些收益直接付给证券持有者。

联邦国民抵押公司（俗称Freddie Mac）创立于1970年，同样也提供传统抵押债券证券化服务，和刚刚私有化的Fannie Mae公司相竞争。经过一段时间，Fannie Mae和Freddie Mac的经营模式逐渐趋同，并且它们一起为美国抵押债券提供大量的融资，二者都通过购买和持有符合标准的抵押凭证，并且将同量的房屋贷款转换为抵押支持的证券。

这些证券被机构投资者、富有的个人和储蓄机构购买。这种证券化的过程扩散了市场风险，给储蓄机构提供了更具流动性的优质贷款资产，更深地为抵押贷款市场发掘出资本来源。

抵押支持证券不仅使市场风险从抵押贷款的最初发行者如银行等的资产负债表里转移出来，也转移了Fannie Mae和Freddie Mac的风险。它为抵押放贷提供了长期资金支持，从而在很大程度上消除了流动性风险。因为是Fannie Mae和Freddie Mac提供的担保，所以大部分信贷风险大多停留在两大贷款巨头手里，它们的规模和经营多样化使它们能够控制这些风险。

证券化涉及将一篮子抵押债务蓄积在一个特殊目的的工具中，这简直就像一个在只征收离岸税的天堂国度里注册的公司。这个公司发行股票，这种股票代表按揭债券的求索权。对于一篮子抵押债券，最简单的结构就是将按揭证券的报酬直接付给证券持有者，不过更复杂的结构是将报酬分给较高和较低风险的环节。

证券化使贷款的最初发放者得以从他们的承销行为中获取收入，由于他们卖掉了其发行的贷款凭证而无须暴露在信用、市场或流动性风险中。如果他们愿意，贷款的最初发放者可以通过购买这种证券，重新购回这种市场风险。投资者得到了更具有流动性和多样性的按揭贷款资产，并且按揭贷款市场作为一个整体获得了更多的筹资渠道。按揭贷款服务商能够赚取有利的费用和利息收入。抵押担保证券的发行者赚取承销费用，Fannie Mae和Freddie Mac这两个政府支持的企业从它们证券化的发行中赚取了相应的担保费用。

私有标签的证券

以政府支持的企业作为中心的市场结构获得了巨大的成功，并且吸引其他主要的金融机构参与竞争。由于几年前在遵守新的关于衍生产品的会计规则方面的严重错误，在政府管理Fannie Mae和Freddie Mac两

个公司以后，华尔街的主要企业越来越积极地进入到抵押支持的债券的发行中来。根据 Inside Mortgage Finance 的数据，在 2003 年，政府资助的企业在抵押支持和资产支持的债券的发行中占有 76% 的份额；华尔街主要公司发行的私有标签的证券占据其余的 24%。到 2006 年中期，政府支持企业的份额下降到 43%，与此相对应，私有标签的证券占据了 57%。在这些私有标签证券发行者中，有些是非常出名的公司，比如富国银行、雷曼兄弟、贝尔斯登公司、摩根大通、高盛、美洲银行和几个主要高风险次级债借入者的贷方，比如说 Indymac、WAMU 和 Countrywide 等。

伴随着市场份额的根本的、迅速的转变，承销标准也出现了相似的改变。私有标签证券份额的增长很大程度上是通过将高风险的次级债和“Alt-A”按揭贷款初始化和证券化的手段来实现的，然而 Fannie Mae 和 Freddie Mac 两个公司依然是按揭贷款的主要提供者。这种方式虽然使得比次级债的客户信誉更高的借款客户面临的风险比优质借款客户更高（见表）。

次级债的兴起和证券化的发展导致了一个问题，这个问题在以政府支持的企业为中心的市场中并没有出现。这个问题就是怎样销售这些低等级债券？优质抵押担保证券的主要购买者是机构投资者，不过他们的投资规则和指导原则也严格制约了他们购买低于投资等级的证券。在 1.1 万亿美元的次级债中只有一小部分，也就是被证券化为抵押担保证券的 6850 亿美元债务能够卖给不同的追求高收益的投资者，根本不是整个次级债券。

发现新的投资者

转移次级抵押债务的关键是通过市场将风险细分。在一篮子抵押债务中创造出低风险投资等级部分，以及高风险（低级别）的部分。为了达到这点，华尔街使用了为债务提供抵押的方法，它是现已停业的投资公司 Drexel Burnham Lambert 于 1987 年创建的，以作为

增长迅速

低于投资等级的抵押担保证券的发行在 2003 年到 2006 年之间迅速膨胀。

(10 亿美元；占总量的百分比)

类型	2003 年	2006 年 1—6 月
优质	57.6 (52)	67.2 (26)
次级	37.4 (34)	114.3 (44)
Alt-A	15.8 (14)	76.5 (30)
总发行量	110.8	258.0

资料来源：Inside Mortgage Finance。

为杠杆收购垃圾债券融资的一部分。

次级抵押债务被纳入了获得抵押的债务篮子中。其中，证券化的对一篮子抵押债务收益的权利被分割成不同的“档次”，或者不同的风险级别。就像第一担保抵押一样，获得抵押的债务支付本金和利息。在一个分为三个档次的例子中，最高一档是风险最低的，这一

“转移次级抵押债务的关键是通过市场将风险细分。”

档次拥有从一篮子抵押贷款获得收益的第一求索权。第一档次有着最高的信用评级，有时甚至能够获得 AAA 级的评级，因而可以获得较低的利率。在第一档次的权利得到满足后，中间这一档次或者表格夹层中的档次才可以得到自己的报酬。表格夹层代表着更大的风险并且有着投资等级较低的信用评级和较高的回报率。最底下的档次，或称为权益的档次，只有在第二档次和夹层档次得到完全支付后才能获得报酬。权益档次是在一篮子债券里最先遭受损失的部分，具有很高的风险，通常不予评级。它也提供了最高的回报率，因为风险的存在。每一个档次的证券被分别卖出，并且能够在次级市场上交易，因此价格可以反应每一个层面的风险。

在有抵押的债务中，将近 80% 的次级债能够作为较高档次的符合投资级别的资产再次卖给机构投资者和其他人。对冲基金、拥有交易场所的华尔街公司和追逐高收益的一部分机构投资者则认为较低档次的更有吸引力。

普惠评级公司在 2005 年警告说，“对冲基金在信贷市场上迅速成为重要的资本来源。”但是“需要有合理的关注，这些基金最终有可能会无意中加剧市场风险。”这是因为对冲基金大部分投资于高风险投机行为上，而不是透明的实体——它们的资产、负债和交易活动不会公开披露——有时它们利用较高的杠杆率，用衍生工具或者借入大量资金进行投资。其他的投资和监管者不太了解对冲基金的活动，然而，正像普惠评级公司指出的那样，因为它们的杠杆率，它们“对于全球信贷市场的影响远远大于能够标明的受管理的资产。”

媒体报导表明，典型的对冲基金在购买高回报档次时使用的杠杆比例是 500%。这就意味着用借入资本投资于 6 亿美元的股票或次级有抵押债务的夹层档次时，1 亿美元的资本将增加到 5 亿美元。如果这些次级债占据整个债务的 20%，其他 80% 作为高投资等级的债务销售给机构投资者，那么 1 亿美元的对冲基金资本

就能使最初发行者和私有标签的抵押支持证券的发行商通过次级抵押市场调动30亿美元——24亿美元为投资级的证券，6亿美元作为高收益的垃圾证券。

市场争夺

不像公开交易的证券和远期契约，这些有抵押的债务和信贷衍生品并不在交易所交易。它们是在场外(OTC)市场上交易的。交易所对每一个售出和交易行为公开调停；在OTC市场上，交易是消费者和经销商互动的行为，交易的价格和数量并不公开。价格发现的过程不是透明的，并且没有市场监管，以辨认谁处于强势或弱势位置。此外，不像在交易所里，这些OTC市场没有指定的或其他的机构化的市场专家和交易者来确保流动性。因此，当主要事件使得价格震荡时，经销商不再担当市场庄家，交易就会停止。

当去年8月份紧缩冲击时就在利用高杠杆比率运作的投资者，比如说对冲基金需要调整其仓位或者出

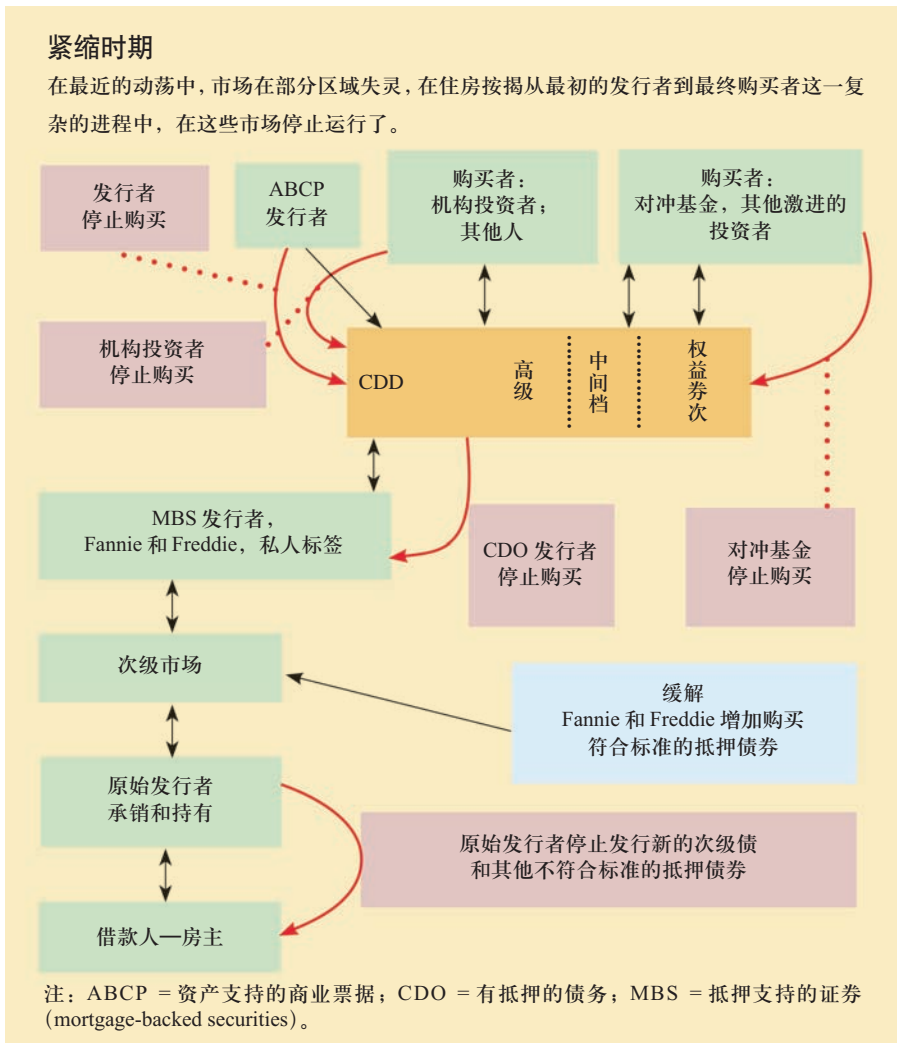
售损失的部分之时，次级抵押支持证券的市场变得缺乏流动性(见图)。这使剩下的对冲资金陷入不利的处境，与此同时他们面临着来自主要经纪人的补充保证金的要求(对冲基金根据它们的资产价值来借款，而当这些价值降低，对冲基金需要拿出新的资本或者卖掉资产来偿还贷款。)。这种情况最终被恶化了，这是因为，没有交易，就没有市场价格作为基准，也就没有办法去判断不同风险档的价值。

结果是对冲基金停止交易，有抵押的债务市场和相关信贷衍生品市场基本上限入停滞。有抵押的债务的发行者不能够卖出其现有证券并停止安排新的发行。

随着二级市场没有了购买者，次级债的最初发行者不能够卖出他们创造的贷款。这给许多发行者带来了巨大的压力——这些大部分被稀释分布在不规范的财务公司上。紧跟着，银行界撤回了对这些发行者的投资，这些发行者不能够再继续持有他们曾经制造出的抵押债券。他们立即停止了发行新的贷款，至少是新的次级贷款，其中的一部分申请破产保护。因此，想购买

房子的人和想融资的房屋所有者便不能获得不符合标准的抵押贷款，这阻碍了那些希望通过再融资来避免错误从而形成偿债问题的人。这时房地产业的需求枯竭了。

与此同时，对冲基金和其他投资者停止购买高档次的次级债；在这些相关资产属于次级债的投资等级被揭示后，商业票据——企业的借条的买主停止购买资产支持的商业票据，尽管这些票据通常是处于资信等级序列的顶部。高的信贷等级曾经一度满足了投资者对信用风险的关注，但是一旦股票和中间档的价格崩溃，就会导致投资者对投资等级风险环节进行再评估。主要的银行和经纪—交易商对管路和结构投资载体(SIVs)授予最高的有担保的信贷额度，同时也是这些商业票据发放者的他们，将会兑现这些额度。银行使用这些管路和SIVs使得次级资产剥离出他们的账表，并且避开资本管制要求。但突然间，这些资产必须回到华尔街主要银行和公司的资产负债表中。这需要他们



为管路获得另外的资金，并采取资本管理来解决对管路的贷款——这进一步增加了对金融系统的信贷需求，而此时信贷是枯竭的。

对冲基金和追求高收益的投资者也在市场中中断的跨境扩散中扮演了一个关键的角色。当高风险档次的价格暴跌和投资者不能卖出他们损失的头寸时，其他资产——尤其是那些具有很强不明朗收益的资产，比如说新兴市场的股票——将被出售用来满足保证金需求和弥补损失。股票市场的价格在全世界范围内下跌，尽管大多数很快反弹，但大多数新兴市场的货币价值同样下跌。

缺乏透明度的场外交易市场加剧了这一问题，因为投资者突然转化为风险厌恶者，他们不知道谁暴露或者谁没有遭受次级债的风险。高收益的按揭证券吸引了许多非美国的购买者。几家投资于美国次级债市场的德国银行要求进行法规干预，诺森罗克银行——一家英联邦银行的存款者也开始取出其存款。资产支持的商业票据市场的失灵也冲击了加拿大，因为在关键时期出现了法律上的不确定性，有担保的贷款额度所支持的资产支持的商业票据管路被证明是不合格的背书。

查找中断的原因

几个缺点导致了市场的失灵，从而使得仅占美国抵押贷款市场一小部分，仅3%的不良资产导致57亿美元的资产整体跳水。美国的金融系统陷入混乱，并导致全球的颤动。

- 首先这个市场在结合点上出了问题，在这个结合点上次级债务的最高风险档掌握在高杠杆比率运作的投资者手中。对冲基金没有资本准备金要求（在这方面，它们不受管制），并且这种高杠杆比率的行业惯例也使投资者能够利用超额风险。利用一定比例风险的投资资本会从有限的风险中获得稳健的收益，并能保有一个在损失和破产之间的缓冲区。超出稳健限度的风险行为构成了资本市场的一个不稳定的基础，也是市场结构的薄弱点。

- 市场的中断也是由于不受管制和资本不足的金融机构是次级有抵押的债务和信贷衍生品场外交易市场上流动性的提供者。一旦这些市场偿付危机出现，它们

将迅速转变成流动性紧缺，交易从根本上停止。

- 不受管制的和资本不足的抵押贷款发行者也是促成这次紧缩的原因之一。最初发行者，比如对冲基金，用很少的资本和短期融资去投资于他们制造的而且只希望短暂持有的次级债。一旦他们不能够将这些抵押贷款卖给那些把抵押贷款打包成证券的公司，这些不受管制的发行者就会被强制出局。

- 缺乏场外交易市场透明度恶化了这种局面。缺乏识别次级债风险的性质和位置的市场参与者对风险的评估瞬时即变。一旦对次级债市场的风险过于悲观、恐慌和困惑，投资者就会变得十分惊慌，并且过度高估风险，即使对于那些高等级、优质投资档次的证券来说也是如此。

- 场外交易市场遭受到流动性失灵的损害。面对价格的更大波动，这些市场不是迅速反弹恢复，而是随着交易对象变得不可信任和买家的退出而停止了交易。

市场稳定的开始

尽管重新恢复住房融资的稳定是具体的补救措施，但是次债危机揭示了众多的不足。为了弥补这些不足，我们需要考虑以下几点。

首先，行业标准的实施效率，任何跟OTC衍生工具和抵押品（保证金）使用相关的各种现有的规定和对冲基金的借贷标准都需要重新评估。

第二，政策制定者需要评估要求对冲基金和场外交易市场实施报告制度这一举动对它们效率和稳定性的影响，比如说对衍生工具和证券的影响——例如有抵押的债务。

第三，扩大措施——比如说现有的在证券交易所和国库券的场外市场——推动经销商担任市场庄家是需要考虑的。否则的话，在重要的OTC市场要怎么做才能有助于阻止流动性紧缺？

第四，探索将抵押贷款的首发者置于一个审慎监管的架构和联邦政府管理下是非常有益的，联邦政府要像金融机构一样对待这些公司，这是毋庸置疑的。

Randall Dodd, IMF货币与资本市场部高级金融专家。

“就在利用高杠杆比率运作的投资者，比如说对冲基金需要调整它的仓位或者出售损失的部分之时，次级抵押支持证券的市场变得缺乏流动性。”